

开放资本账户须建立风险监管框架

张莱楠

近期,中国政府提出2013年将“提出人民币资本项目可兑换操作方案”,而这也是决策层首次提出明确的政策方向。开放资本账户将给中国带来诸多利益,比如倒逼金融体制改革、助力人民币国际化、促进中国资源全球化配置、提高经济效率和资本市场规模等等,不过,在这一过程中,仍需把防范风险、维护金融稳定放在重要位置上。

人民币国际化 需要开放资本账户

2008年国际金融危机以来,新兴市场一直谨慎管理资本流动。部分新兴市场实际上重新采取了资本管制措施以缓解全球低利率环境带来的资本流入,而国际货币基金组织(IMF)也呼吁对待资本账户开放采取更为审慎的态度。然而,备受资本流入困扰的中国却提出加速开放资本账户的政策路线图,其原因就在于:一是资本管制在阻止资本流动方面的效率不断下降;二是人民币真正实现国际化需要资本账户开放。2008年以来,中国先后推动了人民币跨境贸易

结算、货币互换协议、香港人民币离岸市场、境外人民币直接交易以及跨境人民币投资等一系列战略的实施,进一步推进人民币国际化战略,更需要建立主权货币结算和清算体系,允许相互之间开立本币账户,允许跨境资金自由流动,因此,资本账户管制被视为最后一道屏障。

资本账户开放 是金融改革难点

事实上,资本账户开放一直是中国金融改革领域中的“重点中的重点,难点中的难点”。2012年3月,央行调查统计司曾经撰写了一份题为《我国加快资本账户开放条件基本成熟》的报告,这被解读为人民币资本账户开放的“路线图”。根据“路线图”,短期内(1至3年),放松有真实交易背景的直接投资管理;中期(3至5年),放松有真实贸易背景的商业信贷管制;长期(5至10年),依次审慎开放不动产、股票及债券交易,逐步以价格型管理替代数量型管制。

按照IMF的资本项目交易目录的划分标准(即7大类43项),目前人民币资本项目实现部分可兑换的项目为17项,基本可兑换8项,完全可兑换5项,

占全部交易项目的75%。按照IMF(2011年汇兑安排与汇兑限制年报),资本账户管制可分为资本和货币市场工具交易管制、衍生品及其他工具交易管制、信贷工具交易管制、直接投资管理、间接投资清盘管制、房地产交易和个人资本交易管制七类。

从数量和性质看,中国不可兑换项目有4项,占比10%,主要分为三大类:一是对境外直接投资的限制,主要是对境内经营性机构和个人在境外直接投资的限制;二是对股权类投资的限制;三是对债务证券投资的限制,包括对境内经营性机构到境外发行公司债券及其他债务证券的限制。对于第一类,我国实施的是“部分开放,有限流出”的个人境外投资政策,国务院日前提出要建立个人投资者境外投资制度,有利于调整优化国家的对外资产负债表结构,因为在过去,中国外汇储备的主要投资标的是美国国债,而鼓励对外直接投资,不仅有助于中国的贸易平衡也有助于遭遇所谓的货币错配风险和资本损益风险。

然而对于后两类,由于主要是非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及买卖衍生工具,都是杠杆率高、风险监管难度大的项目,因此对此类项目开放必须慎之又慎。事实上,全球范围几乎很少有国家是完全自由的资本账户开放,根据IMF发布的报告,即便是发达的高收入国家,也有15%-19%的资本交易项目存在限制。在IMF《2011年汇兑安排与汇兑限制年报》中,仅有7个成员国报告本国没有对资本交易的限制,分别是危地马拉、海地、利比里亚、巴拿马、秘鲁、厄瓜多尔、赞比亚。

历史上,许多发达国家都采取渐进的方式开放本国的资本项目。较普遍的顺序是:直接投资先于证券投资,商业信贷先于金融信贷,股票先于债券,而对货币市场工具保持较长时间的管制,并出

于税收的考虑,最后放开本国居民在海外非居民机构的存款账户。对于中国资本账户开放路径也应本着“先长期后短期,先直接后间接”的原则,以便于货币当局对跨境资金进行监测和管理,这有利于货币当局掌握资本流向的主动权。

把防范系统性风险 放在首要位置

我们认为,在推进资本账户过程中,中国最需要重视的是资本流动风险。因为在短期资本流动的风险中,证券投资变现能力最强,其带来的市场波动性也较大;短期债券具有较大的不确定性和偿债风险;衍生金融工具虽然可以对冲金融风险,但是由于其允许杠杆操作以及相关的做空机制,使其相对于基础产品市场具有更大的投机性和波动性,一旦外国政策存在变数,比如美联储货币政策调整,中国应有针对性地重点实施临时管制措施。

资本账户开放不是追求短期成效,中国决策层需要在加速国内金融体系改革与规避系统性金融风险之间寻求平衡。加快推进资本账户开放必须把防范系统性风险放在首要位置上。伴随中国资本项目开放,应不断完善资本项下的风险管理框架。不论处于资本项目开放的哪一阶段,都应建立清晰的资本项目风险管理框架,使政策制定者和监管者具备充足的管理和管制工具,从而从根本上避免重蹈一些国家“资本项目开放-资本大量流入-经济过热和货币错配-资本外逃-金融危机”的风险路径。

(作者系国家信息中心预测部世界经济研究室副主任)

舆情时评 | First Response |

熊市投资思路: 摒弃情绪,回归价值

胡语文

刚刚过去的6月,大盘下跌13.97%,创下4年来最大单月跌幅。而某网站7月1日发布的《2013年中国股民压力指数调查》显示,近一半股民甚至认为炒股很丢人,羞于承认是股民。不可否认,身处熊市中的股民们的确备受煎熬,面对多数人亏损累累的事实,我们也没有充分理由让他们全都恢复信心。然而,每当股民们纷纷逃离股市的时候,带着敏锐嗅觉的价值投资者却正在耐心等待随时响进场的扳机。

在熊市的时候,市场进入恐慌期,股票价格往往容易受情绪的冲击,尤其当市场遭遇恶性事件的时候,人们更容易在决策时被情绪波动所左右。在处理股票,尤其是那些价格大跌的股票问题上,并不是每个人都能像处理伤口那样经验丰富。在股市里,有些人仅仅因为被纸割到手,就一路尖叫着冲向急诊室;而有些人对割伤的可能性视而不见,直到它真切地发生。

这些人只不过是他们对所看到的景象反应过度,把所有注意力都放在了亏损的账上,而没有注意到更重要的因素:股票价格越来越低,它的吸引力也在不断增长。在大多数情况下,只有等到这一时刻过去之后,人们才恢复理智,意识到自己的愚蠢。这才给“便宜货猎手们”提供最好的机会,让他们得以买到被低估的股票。

对于此轮市场大跌,有人将原因完全归罪于宏观经济增速放缓。但是,必须看到,在很大程度上来看,宏观经济增速并不是决定市场涨跌的关键因素,市场情绪的变化才是影响股市走势的关键,

“市场先生”人为地放大了对经济转型的悲观情绪,宏观经济形势只是承担了这一个“市场先生”替罪羊的角色。

从历史的比较来看,经济增速的放缓在全球范围内也并不一定导致股市走熊。据中国上市公司舆情中心的观察,在上个世纪80年代,日本经济增速从1976年的12.3%快速下滑至1983年的4%,在这8年的时间里,日经指数却从4400点的低位涨到了接近1万点。同样,在中国2001年至2005年的熊市期间,中国经济增速却从8.3%增长到了11.3%。

其实,等市场经历了极度悲观之后,回过头来看,或许中国经济的转型亦并非主流预期想象的那样悲观。实现到本世纪中叶中等发达国家的目标并不能一蹴而就,但中国工业化的进程也并没有结束。现在依然可以看到很多大型企业保持着良好的经营态势,拥有稳定的现金流和盈利增长。

智慧的投资者参与股票投资最好的方式,是巧妙地与“市场先生”做生意,要“远离市场”,要避免受“他”神经质情绪的影响。但这并不意味着抛弃股票,而是回归价值投资,像巴菲特那样,远离华尔街,回到乡下,像投资房子一样投资股票,在市场悲观的时候低价买入,之后就抱着不动,等待市场复苏和乐观情况的出现。

作为价值投资者,我们坚决不能忘掉的一点就是:情绪波动的时候永远不要做投资决定。价值股的猎手必须看得更为长远,而不是局限于账面的短期盈利或亏损。(作者系中国上市公司舆情中心特约观察员)

国债期货即将重出江湖



十八年前遭闭关,国债期货再出山。市场环境有变化,监管制度不一般。利率改革添帮手,金融创新加伙伴。风险管理要做好,折戟前科须防范。

赵乃育/漫画 孙勇/诗

为监管的枪口瞄准“狙击手”叫好

皮海洲

7月2日,华宝兴业基金公司发布公告称,于6月28日收到中国证监会上海稽查局的调查通知书,证监会将对华宝兴业所管理的基金在交易盛运股份中涉嫌违反《证券法》的有关行为进行立案调查。华宝兴业基金表示,该调查通知书所涉及的基金和行为为华宝兴业新兴产业基金于2011年2月期间的交易行为。为配合案件调查,公司已暂停该基金经理郭鹏飞的基金经理职务。

刚刚交上一份合同业艳羡的“中考”成绩单,并因此夺得“股基亚军”的郭鹏飞还没来得及庆祝就遭到了证监会的立案调查,这样的“剧情安排”实在是令人难以“脑筋急转弯”,对于郭鹏飞来说也实在是有些残酷。不过,出来混终究是要

还的,既然埋下了当初的“因”,结出今天的“果”也应在情理之中。

郭鹏飞所犯何事?据有关媒体报道,其此次被查出涉嫌内幕交易有关。华宝兴业新兴产业基金曾参与盛运股份2010年报“高送转”行情炒作。盛运股份从2011年1月21日27.7元到2月16日34.85元,股价上涨了25.82%;而同期上证指数则上涨了7.69%。盛运股份的走势明显强于大盘。而更重要的是,2月15日,该股放量大涨7.91%,16日续涨2.2%,2月17日盛运股份即推出“每10股转增10股”的分配预案,而当天该股见利好出货。因此,从盛运股份的走势来看,显然有人先知先觉。而在20日之前,盛运股份的副总经理、董事会秘书刘玉斌又被证监会以“涉嫌泄露内幕信

息”立案调查,且调查事项是涉及刘玉斌2011年发生的“相关事项”。因此,将二者联系在一起,郭鹏飞涉嫌内幕交易的可能性甚大。

对于郭鹏飞的出事,有市场人士猜测或因“大树招风”才遭到举报。不过在笔者看来,虽然郭鹏飞打理的华宝兴业新兴产业基金被立案调查不排除有偶然因素,但投资基金以及基金经理们因为高送转过程中的内幕交易而出事却是一种必然。中国股市是一个投机炒作盛行的市场,每年的业绩浪炒作归根到底就是对高送转题材的炒作。谁能事先捕捉到高送转题材,谁就有可能获得丰厚的利润。但多年来,股市有一个很明显的现象就是,一些有高送转题材的股票往往都有以投资基金为代表的机构投资者精准潜伏,投资基金就像股

市的“狙击手”一样,非常巧妙地潜伏在有很多高送转方案的股票里,并因此获得丰厚的收益。而这种内幕交易行为遭到证监会的监管也是早晚的事情。

这一次证监会将监管的枪口瞄准股市“狙击手”,此举不仅表明证监会已经关注到了上市公司高送转过程中的内幕交易行为,而且还将监管的枪口瞄准了涉案的投资基金。这对于打击股市里的内幕交易行为意义重大。毕竟高送转过程中的内幕交易更容易发生,而且涉及到的利益又十分丰厚,并且涉案者的身份往往都是以投资基金为代表的机构投资者。因此,对高送转过程中涉嫌内幕交易行为从严查处,有利于净化股市投资环境,维护证券市场的“三公”原则。证监会对内幕交易“零容忍”也因此有了新的事实依据。

元来如此 | Xiao Guoyuan's Column |

我国推行存款保险制度的几个问题



肖国元

我国欲推行存款保险制度,据说是为了银行利率市场化,并且,业内达成了共识,普遍认为存款保险有利于利率市场化改革。乍一看,好像如此;其实,不然。

我国的银行利率,无论是存款利率,还是贷款利率,都是受央行管制的。虽然央行给了银行一定的浮动空间,但银行只能在规定的浮动空间内活动。换句话说,在基本利率一致的前提下,不同银行即使在浮动空间选择上有些微差别,也不足以反映出银行的个性与特色。而如果不同银行在浮动空间的选择上也是一致的,那么,所谓的浮动不外乎集体同步升降。这与原先没有浮动的利率所产生的经济效果是一样的。这显然不是利率市场化的真义。利率市场化就是银行能摆脱利率框架,自主确定存贷利率。因此,利率差别化是必然结果。

而一旦利率市场化了,不同银行就会构建自己的利率体系,利用利率杠杆吸引储户与贷款人。由此,可以预计的一个结果就是,相对于利率市场化之前,整体上,银行的存款利率会趋势性走高,而贷款利率会趋势性走低。其结果就是利差缩小,银行的经营风险加大,连接着储户的存款风险也变大。因此,存款保险制度,可以看成是央行放开利率定价机制之后的替代措施,让银行带上新的紧箍咒,让放松管制之后的银行仍然处在某种压力之下。不同的是,原先是行政压力,现在是经济压力。

压力的替换,是市场经济改革的要义与要害所在,也符合我国现阶段深化改革的需要。可以说,我国30多年的改革,本质上就是压力转换的过程。行政化的经济管理不仅充斥着盲目与官僚,也从根本上消除了被管理者的利益追求,抹煞了他们的积极性与创造性。而经济压力,表面上是压力,实质上是利益与动力。经济压力管理就是将经济利益作为行动的指南,祛除不必要的行政束缚,让当事人充分发挥自己的潜力。因此,作为调动银行经营积极性的工具,利率市场化所蕴含的能量是不可忽视的。可以说,利率市场化过程也是银行经营权扩大的过程。

银行经营权扩大之后,我们可以大胆预期,其行为会更加积极与理性,而不是更加懒惰与盲从。而理性中,银行自然会权衡成本与收益、盈利与风险。因此,可以看出,利率市场化改革并不意味着银行经营风险的放大。只不过,风险表现形式发生了变化,由原来的行政管理下的风险变成了自主经营的风险,由原来的经营低效率风险变成了市场化的利率波动风险。

但是,整体上,银行的效率会提升,而风险反而变小

了。这是利率市场化改革的必然结果。否则,我们为什么要劳神费力推行利率市场化改革呢?因此,以为利率市场化有很大风险,不推行存款保险制度,利率市场化改革就无依无靠,这种认识是毫无根据的臆想。

按照国外的做法,存款保险制度是约束银行的,即让银行为储户的存款支付保险费,以此约束银行高息揽存,从而降低银行的冲动与盲目性。这是说,实施存款保险制度的目的是为了约束银行。这样一来,作为强制实施的制度,不同银行之间的保险费率如何确定是一个难题。如果实行统一的固定费率,银行之间的差异如何体现?如果实行差别费率,如何保障银行之间的公平竞争?

就我国的情况而言,中农工建四大国有商业银行的实力与基础要强于股份制银行,更强大于广大乡村的农村商业银行以及新兴的城市商业银行。它们网点多,覆盖面广,具有雄厚的客户基础,资本金充足,可以承担较大的风险。相反,中小银行们,在网点、规模、资本金以及人才、管理等方面均较大银行逊色。如果实行统一的存款保险费率,大银行肯定不同意,因为它们的风险明显较中小银行要小;如果对中小银行征缴较高的保险费,那又明显袒护大银行,而加重了中小银行的负担。这对我们创造公平的竞争环境、提升中小银行的活力是极为不利的,也不利于整个银行业的健康发展。

打破国有银行垄断、提升国有银行活力与效率,是金融改革与利率市场化的基本目标。而在银行业内,通过利率市场化,将中小银行这些鲶鱼放进来以产生“鲶鱼效应”则是基本手段。由此可以看出,公平有效的保险费率乃镜花水月,可遇不可求。

退一步讲,即使能够求得公平有效的费率,存款保险对于化解银行风险也是杯水车薪。理论上,作为一种行之有效的保险产品,其覆盖面要广,而费率要低,即在保险与赔付之间有明显的差额,以致通过赔付能够化解当事人的风险,这样的保险才是有效率的。而美国等国家已有的经验证明存款保险远远达不到这样的规模。我们没有理由相信我国可以做到这一点,可以用存款保险来覆盖银行储户的存款损失。

过去的历史告诉我们,银行危机不是存款利率引发的危机。银行的危机主要来源于以下四个方面:1、经济危机波及银行;2、银行过度放贷;3、金融衍生品失控带来风险;4、银行经营失败。这些危机,除了个别银行是因为自身的原因造成的外,大多是监管失控引发的。

因此,危机一旦爆发,就具有普遍性。要应对这样的危机,只有作为“最后贷款人”的央行出手才能力挽狂澜,而存款保险是无济于事的。西方的经验是这样的,我们不可能走得太远而别具一格。

最后,存款保险是以商业保险的方式运作,还是以政府机构的名义运作,是需要仔细考量的。因为不同的运作方式,内含不同的机制,会产生截然不同的效果。如果参照美国模式,那么,我们可以清楚它将起到的作用;如果采用商业保险的模式,那么我们将经历漫长而艰辛的探索。至于结局,恰如孙大圣跳不出如来佛的掌心,尽在预料之中。

联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电子邮箱至pp118@126.com。